

复杂经济环境限制权重股估值提升空间，上行控仓位

A 股周策略报告

2011 年 4 月 11 日

主要观点：

➤ 市场运行背景：紧缩政策兑现后的压力释放

- 由于一季度宏观经济数据本周公布，市场对于 3 月份 CPI 的高企已经有所预期，而由此可能引发央行的加息也在预期之内。因此说，此次加息符合市场预期，同时表现出央行的迫切心态，凸显出当前通胀压力依然较大。由于紧缩政策兑现，市场也表现紧缩政策兑现后的压力释放态势，并冲上 3000 点整数关口。

➤ 未来货币政策调控空间探讨

- **存款准备金率的仍有空间、但政策效果差：**一方面，拆借利率等市场利率平稳、银行资金面相对宽松；另一方面，由于存款准备金利率相对较高，银行也愿意将资金存入央行。在此情况下，存款准备金率的使用效果相对较差，对短期市场资金影响较小，市场流动性回收力度较弱。
- 加息使得资金使用成本提升，对经济的承受能力存在不确定性，由于信贷投放的严格受限，导致民间资本借贷成本快速提升，这对于中小企业压力较大，并不利于中小企业的发展和全社会就业的提高。由于目前通胀水平依然较高，未来仍有加息空间，但兼顾到实体经济承受能力，预计加息政策年内使用频率不会太高，一至两次比较合理。

➤ 市场整体估值合理、结构性调整或将延续

- 市场整体估值分化仍然较为明显，整体估值提升仍需要依靠银行为主，而其他板块估值水平进一步大幅提高空间较小。而在通胀压力下，经济下行已经较为明确，在此背景下银行板块整体估值水平进一步提升难度较大，需要规模资金推动，这也从侧面限制了股指的大幅上涨空间。

➤ 短期市场运行逻辑：复杂经济环境限制权重股估值提升空间

- 从目前市场整体估值以及行业估值状况看，银行、建筑建材、煤炭等板块仍有一定的提升空间，但能否吸引更多资金仍存在不确定性，尤其是在物价高企、经济下行的环境中，权重股持续的估值提升空间受到抑制。

➤ 本周市场操作策略：关注权重股量价配合、适宜逢高减持

- 美元贬值、油价新高，国内抗通胀、人民币有升值；因此，短期市场仍以银行、煤炭有色、建筑建材、交通运输等为代表的低估值、抗通胀为主线。但须密切跟踪大宗商品价格上行对经济的冲击及政策的倒逼。维持月投资策略观点，上证综指在 3050-3100 点区域压力较大，适宜逢高减持、控制仓位，即以平衡市待之。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

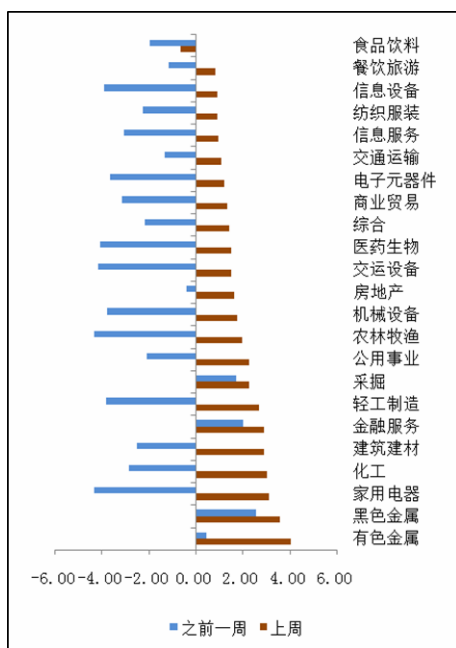
邮编：200002

1、一周市场概述：突破上涨、创业板延续弱势

上周（2011.4.6-2011.4.8日）由于清明假期仅有3个交易日，股指整体上表现相对强势，突破走高，上证综指连续三天突破3000点整数关口，并收于3030.02点的全周高位，上证综指周涨幅为2.11%，深成指涨2.65%；创业板在经历连续下跌之后也出现0.4%的上涨，但整体表现仍然相对较弱，创业板成交量也出现萎缩。

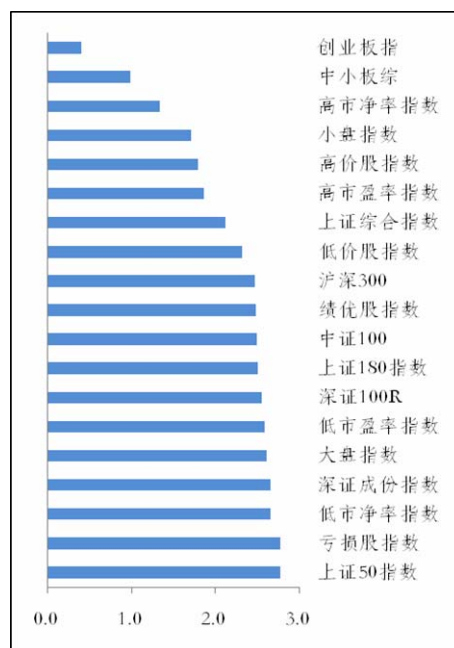
从盘面上看，各版块呈现普涨格局，有色、钢铁、家用电器、化工以及建筑建材等板块涨幅居前，而全周仅有食品饮料板块出现小幅下跌，有色、钢铁、金融等板块已是连续两周上涨。从市场热点看，投资者仍然比较关注周期性板块，并以低估值下的金融、钢铁，以及具有防通胀特征的上游资源品，如有色、煤炭为主，而对于估值仍然相对较高的创业板参与热情较低。市场整体上分化较为明显，创业板、中小板及其高市盈率为特征的个股上涨动能不足。

图 1、各版块连续两周涨跌幅



数据来源：WIND，东北证券

图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

2、市场运行背景：紧缩政策兑现后的压力释放

在清明假期的最后一天（4月5日），央行再次加息，这是央行今年的第二次加息，自去年10月份以来央行保持基本保持了每两个月加息一次的频率，以及每个月上调一次存款准备金率的政策使用频率，一系列紧缩政策的终极目标只有一个就是抑制通胀预期。由于紧缩性政策或将直接影响到证券市场的流动性状况以及经济运行等变量，因此调整政策成为投资者关注的焦点。

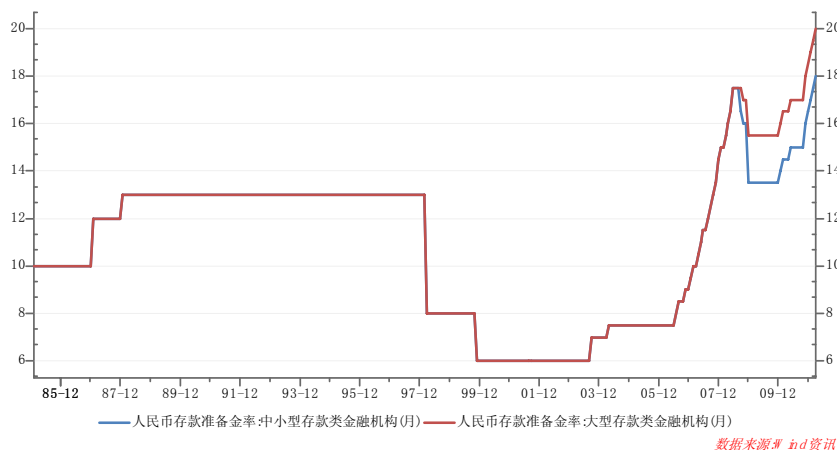
由于一季度宏观经济数据即将公布，市场对于3月份的物价指数（CPI）的高企已经有所预期，而由此可能引发央行的再次加息也在预期之内，因此说，此次加息符合市场预期。同时我们也能够感受到央行所表现出的迫切心态，凸显出当前通胀压力依然较大。由于紧缩政策兑现，市场也走出了紧缩政策兑现后的压力释放态势，出现震荡上涨，并站上3000点整数关口。

3、未来货币政策调控空间探讨

3.1、存款准备金率的仍有空间、但政策效果差

在货币政策中我国目前主要通过存款准备金率为主的数量型工具以及以利率为代表的价格型工具，自全球金融危机后的 2010 年 1 月开始，我国共分 9 次上调了金融机构存款准备金率，大型金融机构存款准备金率已经由初始的 15.5% 上调至今的 20%，也是我国历史上的最高值。从理论上讲，存款准备金是金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款，这种存款是不存在上限的。但是，由于银监会对银行存贷比的要求是不得超过 75%，即贷款比存款不得高于 75%，因此存款准备金率上限应该在 25%，这与我国目前大型金融机构存款准备金率 20% 的水平相比，仍有一定上升空间。

图 3、存款准备金率不断创历史新高



数据来源: WIND, 东北证券

虽然存款准备金率仍有上调空间，但存款准备金率对于回收流动性的政策效果如何仍存在疑问。目前，商业银行在中央银行存放资金除法定存款准备金之外，还有超额准备金。超额准备金是指商业银行及存款性金融机构在中央银行存款账户上的实际准备金超过法定准备金的部分。这部分资金央行并未有强制要求，因此银行的超额准备金率水平也反映出银行的流动性状况和政策的影响程度。

表 1、我国金融机构超额准备金率

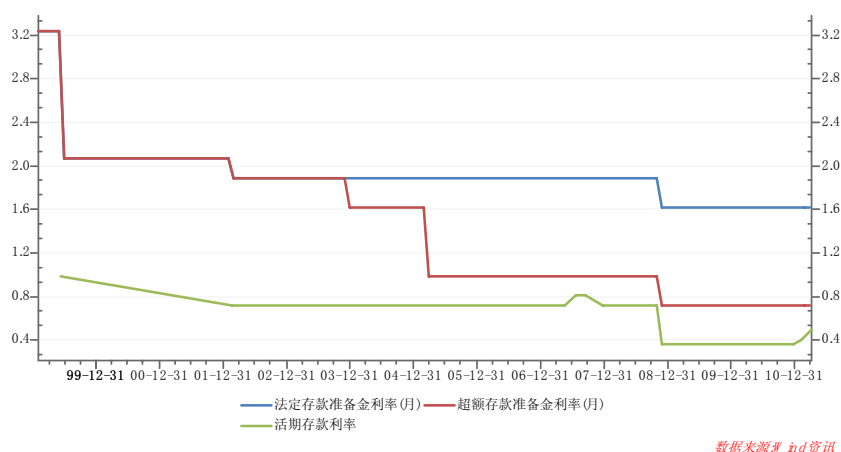
	金融机构(%)	中资大型银行(%)	中资中型银行(%)	中资小型银行(%)	农村信用社(%)
2009-03	2.28	2.53	0.49	——	4.58
2009-06	1.55	1.15	0.95	——	4.26
2009-09	2.06	1.80	2.00	——	3.96
2009-12	3.13	1.72	3.13	——	8.78
2010-03	1.96	1.43	1.90	3.15	4.67
2010-06	1.82	1.39	1.79	2.68	4.27
2010-09	1.70	1.40	1.10	2.40	4.00
2010-12	2.00	0.90	1.80	4.40	7.70

数据来源: WIND, 东北证券

从整体上看，金融机构 2010 年末，整体上的超额准备金率为 2%，而且在 2010 年存款准备金率不断上调过程中，超额准备金率虽然呈现逐季下降的趋势，但在年底金融机构整体的超额准备金率仍然是保持了较高水平，但其中大型银行相对较低，而中小型银行则显得宽裕很多。因此，从超额准备金率的情况看，央行的存款准备金率的上调影响并不明显，央行上调法定存款准备金率，也只是相当于在央行内部将资金的科目做了一定的调整，即将以往的超额存款准备金变为法定存款准备金，很难对经济运行中的货币量紧缩产生明显的实质性影响。这一点，从历次上调存款准备金率后，银行间市场利率只是表现为脉冲性上涨中得以证实。

而事实上，由于我国目前仍对法定准备金和超额准备金支付利息（分别为 1.62%和 0.72%），均超过了活期存款利率，这使得我国商业银行也愿意将资金以准备金的形式存放在央行以获取无风险收益。因此说，一方面，由于银行资金面相对宽松，上调存款准备金率只是将部分超额准备金变为法定存款准备金，并不会对商业银行产生较大影响；另一方面，由于存款准备金利率相对较高，银行也愿意将资金存入央行。在此情况下，存款准备金率的使用效果相对较差，对市场资金影响较小，市场流动性回收力度较弱。

图 4、我国法定存款准备金利率以及超额准备金利率



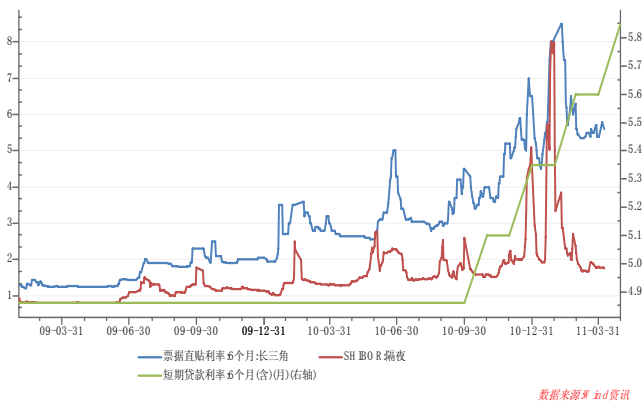
数据来源: WIND, 东北证券

数据来源: WIND, 东北证券

3.2、加息空间进一步压缩

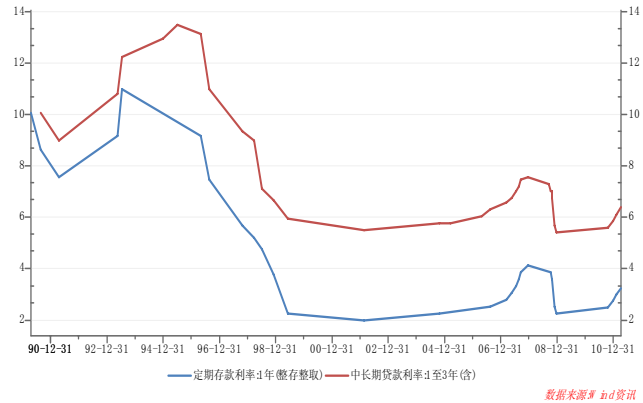
在经过四次加息后，我国一年期存款利率已经提升至 3.25%，1-3 年期贷款利率为 6.4%，而在 2000 年至 2006 年的快速发展过程中我国利率始终保持在 3%以下，贷款利率也长期保持在 6%以下。目前的资金使用成本的提升对于经济的承受能力仍存在不确定性，从目前民间借贷利率看，由于信贷投放的严格受限，导致民间资本借贷成本快速提升，这对于企业尤其是中小企业来说压力较大，这并不利于中小企业的发展和就业的提高。由于目前国内的通胀水平依然较高，未来仍有加息空间，但兼顾到实体经济承受能力，预计加息政策年内使用频率不会太高，一至两次比较合理。

图 5、加息推升信贷利率上升



数据来源：WIND，东北证券

图 6、我国目前存款与贷款利率



数据来源：WIND，东北证券

上述分析表明，目前我够存款准备金率仍有上调空间，但对于回收流动性作用相对较小，而由于加息对实体经济影响较为广泛，预计上调空间有限。未来对于流动性的收缩仍然需要依靠以公开市场操作手段为主。

表 2、信贷成本增加对上市公司经营影响较大

板块	净利润(合计/亿元)	资产负债率(整体法/%)	净资产收益率(整体法/%)	贷款利率上浮 0.25%产生影响的测算	
				ROE 下降比例(%)	ROE 下降幅度(%)
农林牧渔	25.67	53.39	11.67	0.33	2.86
采掘	2315.25	39.82	16.81	0.18	1.05
化工	1048.09	53.81	15.94	0.31	1.96
黑色金属	231.38	60.88	7.45	0.40	5.41
有色金属	237.77	52.96	10.93	0.29	2.66
建筑建材	481.93	75.63	13.33	0.86	6.42
机械设备	589.87	55.82	17.04	0.39	2.31
电子元器件	80.72	35.87	10.71	0.18	1.68
交运设备	563.31	60.05	18.74	0.37	1.99
信息设备	112.57	55.21	12.71	0.37	2.92
家用电器	168.80	66.33	21.04	0.63	2.99
食品饮料	221.32	39.15	22.61	0.18	0.78
纺织服装	69.38	44.30	12.09	0.20	1.66
轻工制造	41.91	52.23	7.72	0.31	3.99
医药生物	262.14	39.33	15.86	0.19	1.21
公用事业	196.86	73.16	8.39	0.79	9.41

交通运输	633.15	58.77	16.14	0.40	2.49
房地产	518.49	70.52	14.71	0.64	4.35
商业贸易	173.19	66.12	13.99	0.53	3.82
餐饮旅游	14.09	36.81	9.52	0.15	1.63
信息服务	134.45	47.34	7.37	0.36	4.93

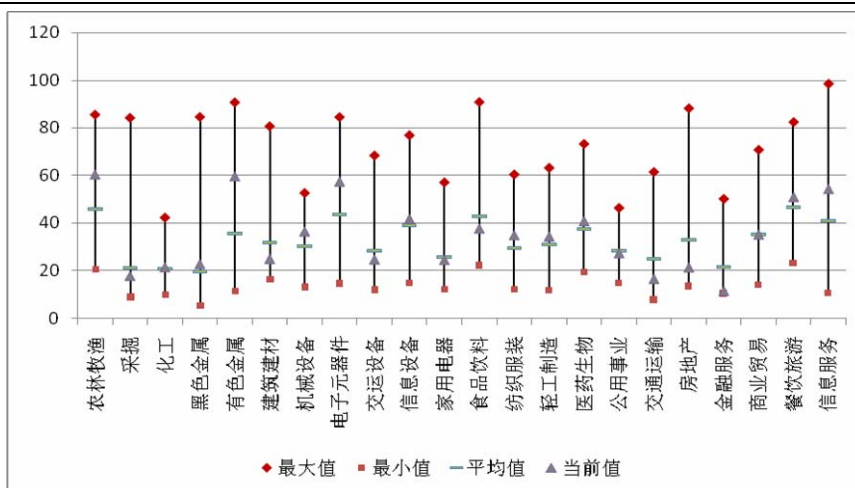
数据来源：WIND，东北证券

4、市场整体估值合理、结构性调整或将延续

从整体上看目前全部 A 股股指水平为 19.37 倍，而沪深 300 指数为 15.56 倍，市场整体估值水平趋于合理，但存在结构性矛盾，如创业板的高估值与其业绩增速之间难以匹配，而银行等权重股虽然低估值，但业绩却出现较大增速。从目前市场整体所表现出的估值相对合理状况看，出现一定幅度的波动也较为合理，但市场内部估值调整并未结束。

从各版块估值情况看，自 2005 年 3 月以来的估值情况表明，目前低于近年来均值的板块有金融、房地产、交通运输、食品饮料、建筑建材等行业。而有色金属、电子元器件、信息服务、农林牧渔板块已经显著高于近年来平均估值水平。而且目前板块估值水平高于 30 倍 PE 的有 12 个行业，低于 20 倍 PE 的仅有金融服务、交通运输、采掘三个行业，由此可见，市场整体估值分化仍然较为明显，整体估值提升仍需要依靠银行为主，而其他板块估值水平进一步大幅提高空间较小。

图 7、部分行业估值已得到较大幅度提升



数据来源：WIND，东北证券

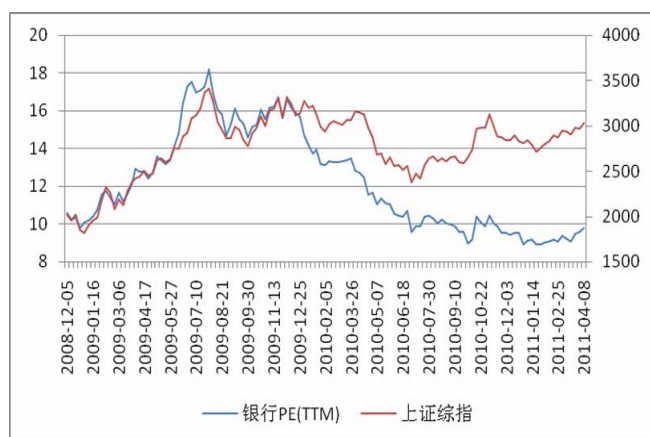
从金融板块的估值提升以及市场走势看，银行、证券、保险三个二级行业中证券行业整体估值相对较高，而银行、保险整体估值水平自 2010 年 6 月份开始就保持在 10 倍 PE 左右，今年以来银行板块最低 PE 在 1 月 28 的 8.94 倍 PE 提升至目前的 9.78 倍 PE，提升幅度为 9.4%，与此同时上证综指涨幅为 10%。银行板块的上涨究其原因仍然是受到良好的年报带动，已公布年报的银行股营业利润同比涨幅为 34.88%，在业绩推动下，银行板块整体估值水平提升至 10 倍 PE 附近。在通胀压力下，经济下行已经较为明确，在此背景下银行板块整体估值水平进一步提升难度较大，这也从侧面限制了股指的大幅上涨空间。

图 8、银行、保险估值相对稳定



数据来源：WIND，东北证券

图 9、银行估值提升推升股指上涨



数据来源：WIND，东北证券

5、短期市场运行逻辑：复杂经济环境限制权重股估值提升空间

从市场运行环境看，本周一季度宏观经济数据即将公布，市场预期以及政策信号表明，3月CPI或将再创新高，而GDP增速将呈现进一步回落，虽然5日央行已经公布加息，但是在高企的CPI面前，不排除央行再次采取其他货币调控政策，如存款准备金率的上调等，此外，预计近期央票以及公开市场操作或将更为频繁，力度也可能加大，因此，在物价高企环境下，政策走向仍存在较大不确定性。

由于目前市场还不能准确预期未来物价走势，而对于货币政策的力度和深层次影响也存在较大不确定性，因此，投资者难以大幅提高自身风险偏好，提高资金进入市场动能。由此目前股指的上涨具有显著的估值推动特征以及一定的避险投资倾向，因此，具有估值优势的权重股或将继续成为市场规模资金关注焦点。从目前市场整体估值以及行业估值状况看，银行、建筑建材、煤炭等板块仍有一定的提升空间，但能否吸引更多资金仍存在不确定性，尤其是在物价高企、经济下行的环境中，权重股持续的估值提升空间受到抑制。

6、本周市场操作策略：关注权重股量价配合、适宜逢高减持

由于目前的经济环境受到通胀预期影响具有较大不确定性，而目前管理通胀预期仍是政策首要目标，因此，在经济出现下行时，还难以判断未来经济中长期走势，这将直接影响投资者参与热情。而从前期市场走势看，投资者具有显著的风险规避倾向，一方面创业板的连续下跌，以及资金从创业板、中小板的流出，表明投资者对于高估值个股的抵触情绪；另一方面，银行、钢铁等低估值板块的上涨，也表明投资者对于安全边际较高、估值低位品种的偏好；除资金的配置倾向看，投资者在目前的经济环境中仍然以寻求更高的安全边际为主，此外，受持续高物价指数影响，投资者对于资源类板块给予了更高的溢价，煤炭、有色等资源股受到资金关注。从市场偏好以及投资者情绪看，市场整体风险偏好下降，从估值角度看，以银行、煤炭、建筑建材为代表的低估值板块仍有一定的提升空间，但一方面需要规模资金推动，另一方面需要市场更多热点的配合，这在当前市场环境中或难以实现，因此，仍需要关注权重股的量价走势，对于市场短期整体走势看，我们仍维持4月投资策略观点，上证综指在3050-3100点区域压力较大，适宜逢高减持，短期股指持续性大幅上涨可能性较小。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。